



Банк России



Январь 2021

# ОБЗОР РИСКОВ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Информационно-аналитический материал

Москва  
2021



## РЕЗЮМЕ

В январе 2021 г. на фоне улучшения эпидемической обстановки и продолжения проведения ведущими центральными банками стимулирующей политики на глобальных рынках в целом преобладали позитивные настроения. Сохранение позитивных настроений инвесторов в первой половине месяца способствовало росту цен на сырьевых рынках и мировых фондовых площадках. Вместе с тем на фоне возросших инфляционных рисков наблюдалось повышение 10-летних доходностей казначейских облигаций США, которые в январе превысили 1% и фактически вернулись на уровень до пандемии.

В конце января ситуация «шорт-сквиз» на мировых финансовых рынках и усиление опасений относительно формирования пузырей на рынках акций привели к росту рыночной волатильности. Тем не менее интерес глобальных инвесторов к рискованным активам в январе 2021 г. сохранился на высоком уровне, что способствовало увеличению чистого притока капитала на формирующиеся рынки по сравнению с предыдущим месяцем.

На российском финансовом рынке на фоне роста доходностей на внешних рынках, усиления инфляционных и геополитических рисков, а также сохранения значительного отставания от планового объема размещения ОФЗ в I квартале (1 трлн руб.) наблюдался рост доходностей ОФЗ по всей длине кривой (в среднем на 23 б.п.). Доля вложений нерезидентов на счетах иностранных депозитариев в НРД в общем объеме рынка ОФЗ в январе оставалась стабильной и на конец месяца составила 22,7%, при этом объем их вложений увеличился на 16,1 млрд руб. Доля нерезидентов в ОФЗ-ПД снизилась на 0,09 п.п. и на конец января 2021 г. составила 36,5%, при этом объем вложений увеличился на 3,8 млрд рублей. На внутреннем валютном рынке иностранные участники приобрели – в основном в конце января – валюты на 124,9 млрд руб. в рублевом эквиваленте. Население также приобретало валюту, однако в меньших объемах, чем в январе 2020 г. (52 и 447 млн долл. США соответственно). Вместе с тем иностранные участники нарастили короткую позицию по валюте на валютных свопах до максимального объема за последние несколько лет.

Вложения населения в альтернативные источники инвестирования (относительно банковских вкладов) в 2020 г. существенно выросли. Заметной тенденцией стало увеличение интереса к ценным бумагам иностранных эмитентов. Приток средств физических лиц в акции и облигации компаний, зарегистрированных в иностранной юрисдикции, за 2020 г. составил 415 и 223 млрд руб. соответственно, что более чем в два раза превышает размер снижения объема средств на счетах и вкладах физических лиц в иностранной валюте в российских банках. Несмотря на рост вложений в иностранные ценные бумаги, вложения в ценные бумаги российских эмитентов по-прежнему составляют основную долю вложений населения (85% на 1 января 2021 г.).

# 1. УЯЗВИМОСТИ И РИСКИ

## 1.1. Внешние рынки

- В январе 2021 г. на глобальных рынках в целом преобладали позитивные настроения, обусловленные снижением во многих странах прироста числа случаев заражения COVID-19, постепенной вакцинацией населения и сохранением регуляторами стимулирующей политики.
- Глобальные инвесторы сохраняли высокий интерес к рискованным активам, что способствовало увеличению чистого притока капитала на рынки EME по сравнению с предыдущим месяцем.
- В конце января рост опасений участников относительно формирования пузырей и ситуация «шорт-сквизз»<sup>1</sup> на финансовых рынках привели к распродаже активов на мировых фондовых площадках и усилению рыночной волатильности.

***В январе скорость распространения заражения коронавирусом в мире снизилась.***

К началу февраля в мире в целом и многих странах со сложной эпидемической ситуацией (США, Великобритания, Германия, Италия, Индия, Колумбия, ЮАР и другие) наблюдалась тенденция снижения дневного прироста числа заражений COVID-19. Улучшению эпидемической обстановки способствовали введение ограничительных мер и расширение вакцинации. Исключение составили Испания, Индонезия и Малайзия, для которых было характерно увеличение дневного числа новых заражений в конце января 2021 года. В Китае в течение месяца также наблюдался резкий всплеск заболеваемости COVID-19, что привело к введению ограничений на передвижение внутри страны.

**Скорость восстановления глобальной экономической активности снизилась по сравнению с предыдущим месяцем.** Усиление ограничительных мер и введение новых локдаунов в январе привели к замедлению темпов роста деловой активности во многих развитых странах (рис. 1). В некоторых крупных странах с формирующимися рынками экономическая ситуация в январе 2021 г., напротив, улучшилась (Бразилия, Турция, Колумбия, Филиппины, Индонезия).

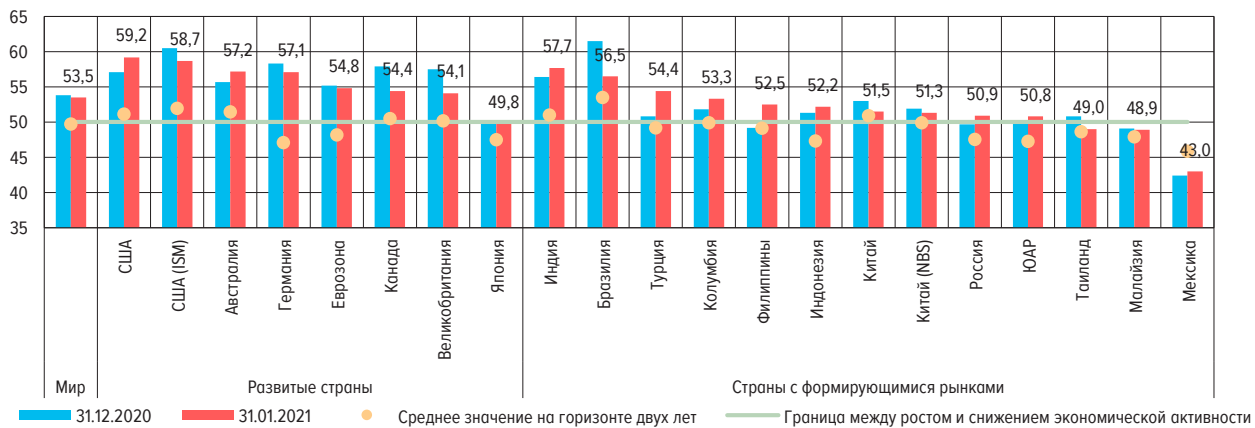
В январе Международный валютный фонд (МВФ) повысил прогноз глобального экономического роста в 2021 г. на 0,3 п.п., до 5,5%, по сравнению с прогнозом, сделанным в октябре 2020 года. Причиной изменения прогноза стало улучшение экономических ожиданий в результате применения вакцин и увеличения стимулов мировыми регуляторами. По данным опубликованного в январе 2021 г. обзора<sup>2</sup> МВФ, дальнейшее развитие экономической ситуации в мире будет зависеть от возникновения новых волн эпидемии и мутации вируса COVID-19. Эти факторы были выделены в качестве основных рисков для мирового экономического роста.

**Конъюнктура мирового рынка нефти за счет плавного смягчения ОПЕК+ требований по добыче сырья и добровольного сокращения производства нефти в Саудовской Аравии улучшилась. Цены на нефть по итогам января достигли максимальных уровней с февраля 2020 г., когда началась пандемия.**

Согласно договоренностям ОПЕК+ с января 2021 г. ограничения о добыче нефти были смягчены на 0,5 млн барр., до 7,2 млн барр. в сутки. Плавное смягчение ограничений на производство сырья позволило избежать резкого усиления волатильности на мировом рынке нефти. На встрече министров стран – участниц соглашения ОПЕК+ 5 января 2021 г. было принято

<sup>1</sup> Short-squeeze – ситуация на финансовом рынке, характеризующаяся массовым закрытием инвесторами коротких позиций по неожиданно растущим в цене активам с целью минимизации убытков и приводящая к дальнейшему повышению стоимости актива.

<sup>2</sup> [International Monetary Fund. World Economic Outlook Update. January 2021.](#)

ДИНАМИКА ПРОИЗВОДСТВЕННЫХ ИНДЕКСОВ ДЕЛОВОЙ АКТИВНОСТИ PMI В РАЗЛИЧНЫХ СТРАНАХ МИРА В ЯНВАРЕ 2021 Г. ПО ДАННЫМ MARKIT ECONOMICS *Рис. 1*

Примечание. Дополнительно приведена статистика по производственному индексу PMI в США на основе данных Institute for Supply Management (ISM) и в Китае – на основе данных National Bureau of Statistics of China (NBS).  
Источники: Bloomberg, Thomson Reuters.

решение о дальнейшем смягчении ограничения по добыче нефти до 7,125 млн барр. в сутки в феврале и до 7,05 млн барр. в сутки в марте. Несмотря на смягчение общего требования по добыче нефти, Саудовская Аравия объявила о добровольном сокращении производства на 1 млн барр. в сутки в течение февраля и марта 2021 года. В результате общее сокращение мирового производства нефти странами – участницами ОПЕК+ будет составлять 8,125 млн и 8,05 млн барр. в сутки в феврале и марте 2021 г. соответственно. Ожидания более существенного ограничения предложения сырья на мировом рынке за счет действий Саудовской Аравии способствовали повышению интереса инвесторов к сырьевым активам.

В январе 2021 г. цены на нефть марки Brent выросли на 7,9%, до 55,9 долл. США (максимум с февраля 2020 г., до начала пандемии), Urals – на 10%, до 55,2 долл. США.

**Мировые центральные банки сохранили приверженность мягкой денежно-кредитной политике в отчетном периоде.**

ФРС США на заседании 26–27 января 2021 г. сохранила неизменными параметры денежно-кредитной политики в соответствии с ожиданиями. В отчетном периоде наблюдалось усиление рисков ускорения инфляции в США, что может привести к более быстрому переходу к повышению ставок. По итогам января доходности государственных облигаций США выросли на 16 б.п., до 1,07%, что является максимальным значением с марта 2020 года.

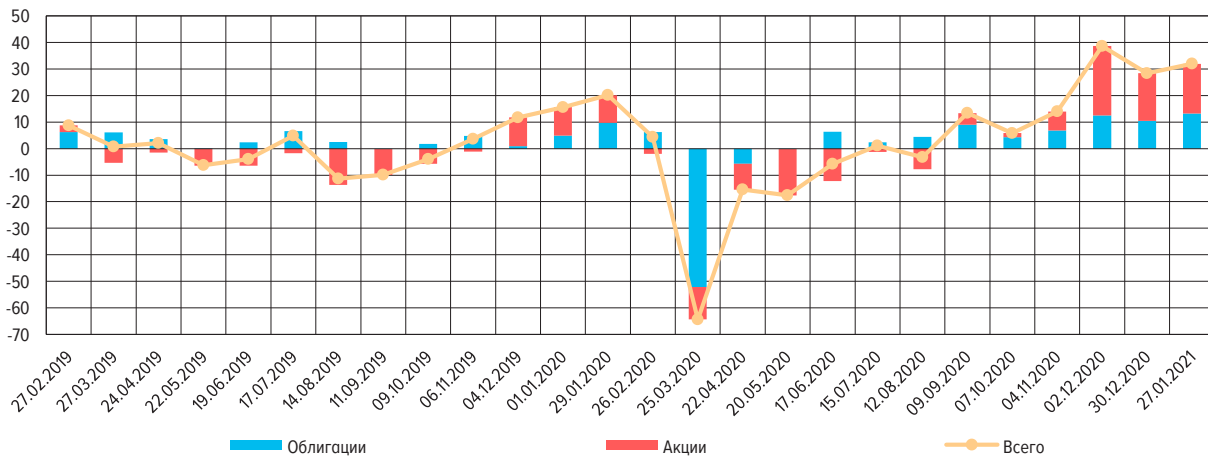
Резервный банк Австралии на заседании 2 февраля 2021 г. сохранил уровень базовой ставки на уровне 0,1% и расширил объем программы выкупа активов на 100 млрд австралийских долларов (76,4 млрд долл. США), до 200 млрд австралийских долларов.

**В начале января 2021 г. ситуация на глобальных фондовых рынках была преимущественно благоприятной.** За период 1–22 января фондовый индекс S&P 500 вырос на 2,3%, Shanghai Composite – на 3,8%, фондовый индекс стран с формирующимися рынками MSCI Emerging Markets – на 7,9%.

**В конце января произошло временное увеличение рыночной волатильности в связи с ростом опасений относительно формирования пузырей на американском фондовом рынке, однако впоследствии ситуация быстро нормализовалась.** Усиление опасений глобальных инвесторов было спровоцировано возникновением ситуации «шорт-сквиз» на глобальных финансовых рынках в конце отчетного периода: за последнюю неделю января стоимость акций GameStop взлетела на 400%. Похожая ситуация наблюдалась с котировками ряда других акций. За период с 25 января до 1 февраля 2021 г. стоимость серебра выросла на 14%. Это привело к масштабному закрытию коротких позиций по активам с целью минимизации убытков и снижению мировых фондовых индексов. За период 25–29 января фондовый индекс

ДИНАМИКА ЧИСТОГО ПРИТОКА/ОТТОКА КАПИТАЛА В ФОНДЫ, ИНВЕСТИРУЮЩИЕ В АКЦИИ И ОБЛИГАЦИИ ЕМЕ, СУММИРОВАНИЕ ПО 4 НЕДЕЛИ (МЛРД ДОЛЛ. США).

Рис. 2



Источник: EPFR Global.

S&P 500 снизился на 3,3%, индекс «страха» VIX вырос на 51%, до 33,1 пункта, достигнув уровней, наблюдаемых в начале ноября 2020 года. В начале февраля 2021 г. ситуация на финансовых рынках стабилизировалась: мировые фондовые индексы возобновили рост, а индекс волатильности VIX опустился до минимальных значений на горизонте одного года.

**Чистый приток капитала на финансовые рынки ЕМЕ в январе 2021 г. сохранился на высоком уровне, наблюдающемся последние три месяца (рис. 2).**

В январе 2021 г.<sup>3</sup> чистый приток капитала на финансовые рынки ЕМЕ составил 32 млрд долл. США (акции – 18,8 млрд долл. США, облигации – 13,2 млрд долл. США), что указывает на сохранение стабильного интереса глобальных инвесторов к риску в отчетном периоде. При этом динамика финансовых индикаторов ЕМЕ в январе 2021 г. свидетельствует о незначительном ухудшении ситуации по сравнению с предыдущим месяцем: отмечаются ослабление национальных валют, снижение фондовых индексов, рост доходностей государственных облигаций и расширение спредов по суверенным CDS стран с формирующимися рынками (табл. 1). Наиболее существенное усиление волатильности в отчетном периоде среди различных ЕМЕ было зафиксировано в Бразилии (см. врезку).

<sup>3</sup> Четыре недели: с 30.12.2020 до 27.01.2021.

### Врезка. Усиление волатильности на финансовом рынке Бразилии в январе 2021 года

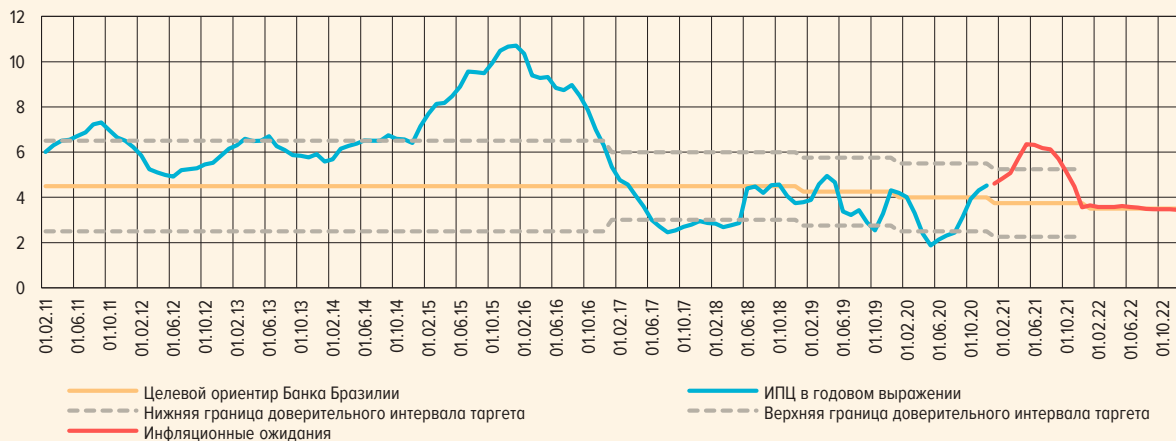
Повышение напряженности на финансовом рынке Бразилии в январе 2021 г. было связано с **усилением инфляционных процессов и обострением проблемы фискальной устойчивости в стране.**

В декабре 2020 г. фактический уровень потребительской инфляции составил 4,52% в годовом выражении, превысив целевой ориентир центрального банка в 2020 г. на уровне 4%<sup>1</sup>. На основе данных за первую половину января 2021 г. уровень инфляции (показатель IPCA-15) составил 0,78% в месячном выражении (рекордный показатель января за последние пять лет) и 4,3% в годовом выражении. В декабре 2020 г. также произошло превышение растущими инфляционными ожиданиями целевого ориентира центрального банка (рис. 3). На заседании 20 января 2021 г. Банк Бразилии сохранил процентную ставку на уровне 2%, но отказался от мягкой риторики о необходимости поддерживать стоимость заимствований на низком уровне в течение длительного времени.

В условиях усиления инфляционных процессов возможное повышение процентных ставок может привести к удорожанию обслуживания обязательств, в то время как величина долговой нагрузки бюджета в Бразилии достигла очередных рекордных значений в конце 2020 года. По состоянию на 31.12.2020 уровень общего государственного долга составил 89,3% ВВП, чистого государственно-

ИНФЛЯЦИЯ И ИНФЛЯЦИОННЫЕ ОЖИДАНИЯ В БРАЗИЛИИ (%)

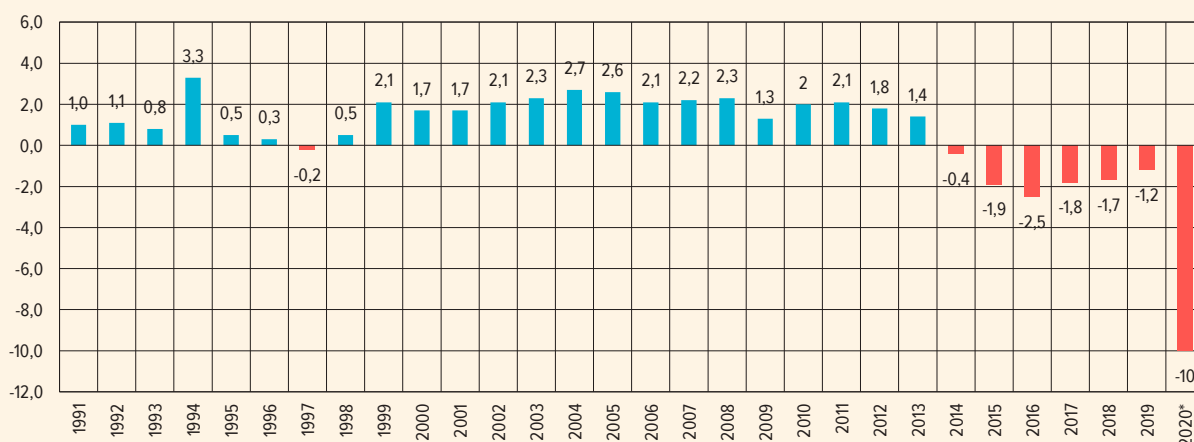
Рис. 3



Источник: Банк Бразилии.

ПЕРВИЧНЫЙ ДЕФИЦИТ ГОСУДАРСТВЕННОГО БЮДЖЕТА В БРАЗИЛИИ (% ВВП)

Рис. 4



Источник: Thomson Reuters.

<sup>1</sup> Целевой ориентир денежно-кредитной политики Банка Бразилии в 2020 г. составлял 4% с границами доверительного интервала +/-1,5 п.п., целевой ориентир в 2021 г. был установлен на уровне 3,75% +/- 1,5 процентного пункта.

го долга – 67,1%. С начала марта 2020 г. показатели выросли на 14,1 и 9,8 п.п. соответственно. По данным Казначейства Бразилии, в 2020 г. был зафиксирован рекордный первичный дефицит государственного бюджета на уровне 10% ВВП (рис. 4).

Проблема избыточной долговой нагрузки в условиях вероятного повышения стоимости заимствований усугубляется в связи с необходимостью увеличения государственных расходов для борьбы с пандемией, что создает вызовы для экономических властей в Бразилии. В начале февраля 2021 г. Министерство экономики Бразилии объявило о намерении представить новый пакет стимулов, которые будут оказывать ограниченное воздействие на фискальные показатели (облегчение доступа к кредитам, возможность снятия работниками средств с пенсионных счетов и другое).

ДИНАМИКА ФИНАНСОВЫХ ИНДИКАТОРОВ ЕМЕ В ЯНВАРЕ 2021 ГОДА

Табл. 1

Страна ЕМЕ	Обменный курс национальной валюты к долл. США		Фондовый индекс		Доходность государственных облигаций (10 лет)		Спред по суверенным CDS (5 лет)		Ранг 1 – наихудший 17 – наилучший	
	%				б.п.				декабрь 2020 г.	январь 2021 г.
	декабрь 2020 г.	январь 2021 г.	декабрь 2020 г.	январь 2021 г.	декабрь 2020 г.	январь 2021 г.	декабрь 2020 г.	январь 2021 г.		
Бразилия	3,2	-5,1	9,3	-3,3	-64	60	-24	30	16	1
Колумбия	4,9	-4,0	14,3	-6,2	-10	0	-1	24	15	2
Россия	3,3	-2,4	5,8	-0,4	8	35	8	7	5	3
Мексика	1,3	-3,2	5,5	-2,5	-26	-3	-6	13	11	4
Филиппины	0,2	-0,1	5,1	-7,4	-7	6	0	5	2	5
ЮАР	5,3	-3,1	4,1	5,2	-26	0	-24	24	14	6
Индонезия	0,5	0,1	6,5	-2,0	-9	16	-6	9	7	7
Малайзия	1,3	-0,5	4,1	-3,7	-9	3	1	5	4	8
Индия	1,3	0,2	8,2	-3,1	-2	5	-3	7	9	9
Чили	8,0	-3,0	3,6	2,7	-11	1	-5	9	13	10
Чехия	2,5	0,0	6,3	-1,0	2	3	-1	0	8	11
Таиланд	1,1	0,1	2,9	1,2	-18	5	-2	3	3	12
Турция	5,1	1,8	15,0	-0,2	58	6	-77	2	17	13
Венгрия	1,2	0,8	8,4	3,5	-11	23	2	0	10	14
Китай	0,8	1,5	2,4	0,3	-8	2	-2	3	1	15
Польша	0,6	0,2	8,4	-1,8	2	-9	1	-10	6	16
Румыния	2,8	-0,9	5,6	5,1	-30	-28	-30	-1	12	17
Среднее ЕМЕ	2,6	-1,0	6,8	-0,8	-9	7	-10	8		

Латинская Америка

Европа, Ближний Восток и Африка

Азиатско-Тихоокеанский регион

Примечание.

Сводный ранг формируется на основе среднего из линейно нормированных в отрезке [0, 1] значений рыночных финансовых индикаторов каждой страны ЕМЕ.

Источники: Bloomberg, Thomson Reuters.



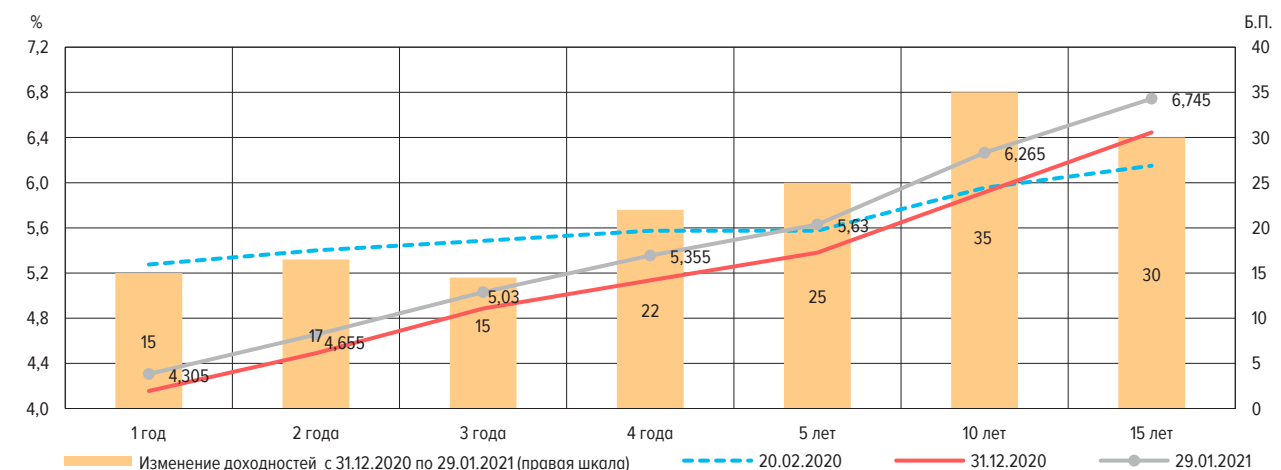
## 1.2. Российский финансовый рынок

- В январе 2021 г. на фоне ускорения инфляции, усиления геополитических рисков и ожидания существенного объема размещения ОФЗ в I квартале (1 трлн руб.) наблюдался рост доходностей ОФЗ по всей длине кривой (в среднем на 23 б.п.). Доля вложений нерезидентов на счетах иностранных депозитариев в НРД в общем объеме рынка ОФЗ в январе оставалась стабильной и на конец месяца составила 22,7%, при этом объем их вложений увеличился на 16,1 млрд рублей. Доля нерезидентов в ОФЗ-ПД снизилась на 0,09 п.п. и на конец января 2021 г. составила 36,5%, при этом объем вложений увеличился на 3,8 млрд рублей.
- В январе Минфин России привлек через аукционы ОФЗ 61,1 млрд руб. по номиналу (30,1 млрд руб. пришлось на ОФЗ-ПД, 31 млрд руб. – на ОФЗ-ИН). Доля участия нерезидентов в аукционах при сохранении ими декабрьских абсолютных объемов покупок (25 млрд руб.) возросла до 41,2% (+19,8 п.п. к декабрю 2020 г.). На вторичных биржевых торгах иностранные участники осуществляли продажи ОФЗ (на сумму 34,2 млрд руб.).
- На рынке акций рост индекса МосБиржи в первой половине месяца сменился коррекцией, снизившись за месяц на 0,4%. В целом в январе 2021 г. наблюдалась разнонаправленная динамика отраслевых индексов. Наиболее значительный рост показали индексы компаний химической отрасли (9,8%) и банков (5,5%).
- Иностранные участники нарастили короткую позицию на валютных свопах до максимального объема за последние несколько лет. Тем не менее в конце месяца на фоне возможных геополитических рисков нерезиденты сократили позицию с 13 до 9 млрд долл. США, что сопровождалось покупками валюты. Однако затем началось постепенное восстановление позиции на свопах.

### Рынок ОФЗ

В январе 2021 г. на рынке ОФЗ наблюдался рост доходностей по всей длине кривой. Наибольший рост отмечался на дальнем конце кривой (рис. 5). В среднем по наиболее ликвидным срокам до погашения доходности выросли на 23 базисных пункта. Помимо ускорения инфляции и роста планового предложения на первичном рынке, в январе 2021 г. на рост доходностей оказывали влияние геополитические риски.

УРОВНИ КРИВОЙ ДОХОДНОСТИ И ИХ ИЗМЕНЕНИЕ ЗА ОТЧЕТНЫЙ ПЕРИОД ПО СРОКАМ С НАИБОЛЕЕ ЛИКВИДНЫМИ ВЫПУСКАМИ ОФЗ\* Рис. 5

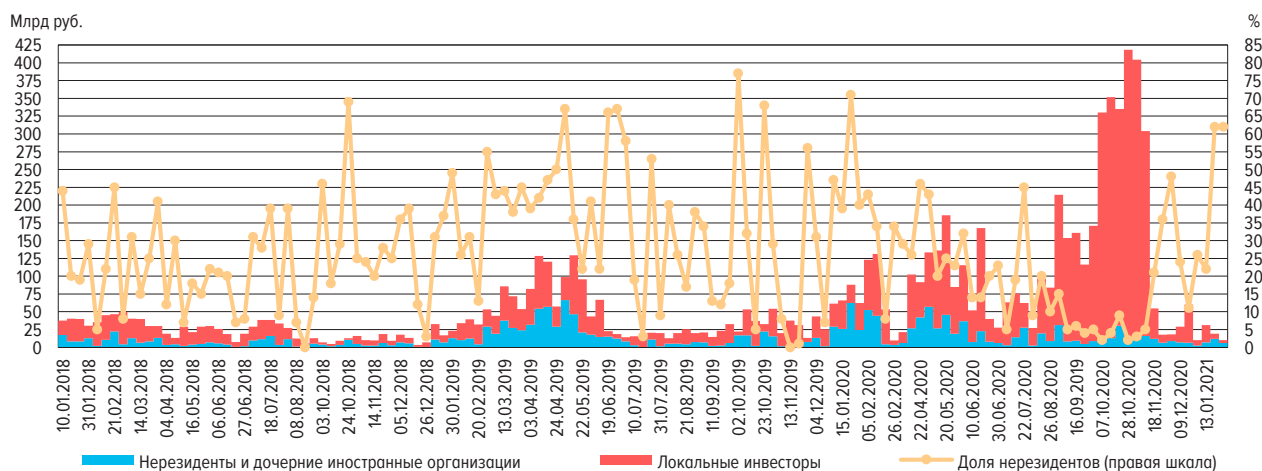


\* Данные по доходностям представлены на конец дня.

Источник: Bloomberg.

ДИНАМИКА АУКЦИОНОВ ОФЗ И ДОЛЯ НЕРЕЗИДЕНТОВ И ДОЧЕРНИХ ИНОСТРАННЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ

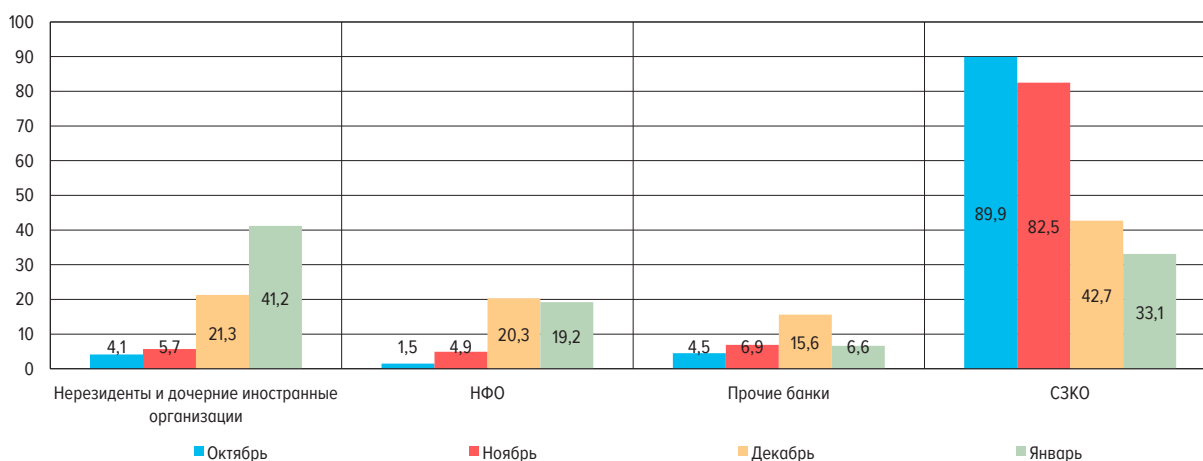
Рис. 6



Источник: ПАО Московская Биржа.

ДИНАМИКА ПРИСУТСТВИЯ КАТЕГОРИЙ УЧАСТНИКОВ НА АУКЦИОНАХ ОФЗ, В РАЗБИВКЕ ПО МЕСЯЦАМ (%)

Рис. 7



Источник: ПАО Московская Биржа.

**На первичном рынке ОФЗ в январе 2021 г. наблюдалось снижение активности со стороны инвесторов, что привело к сокращению объема заимствований в месячном выражении (рис. 6).**

В I квартале 2021 г. Минфином России планируется разместить ОФЗ на сумму 1 трлн руб., основной плановый объем размещения приходится на среднесрочный и долгосрочный сегменты (по 450 млрд руб.). В январе Минфин России привлек через аукционы ОФЗ 61,1 млрд руб. по номиналу, что составило всего 6,1% от запланированного на I квартал 2021 г. объема размещения. Для выполнения квартального плана Минфину России необходимо размещать на каждом аукционе ОФЗ ценных бумаг на сумму 117,4 млрд руб. по номиналу<sup>1</sup>.

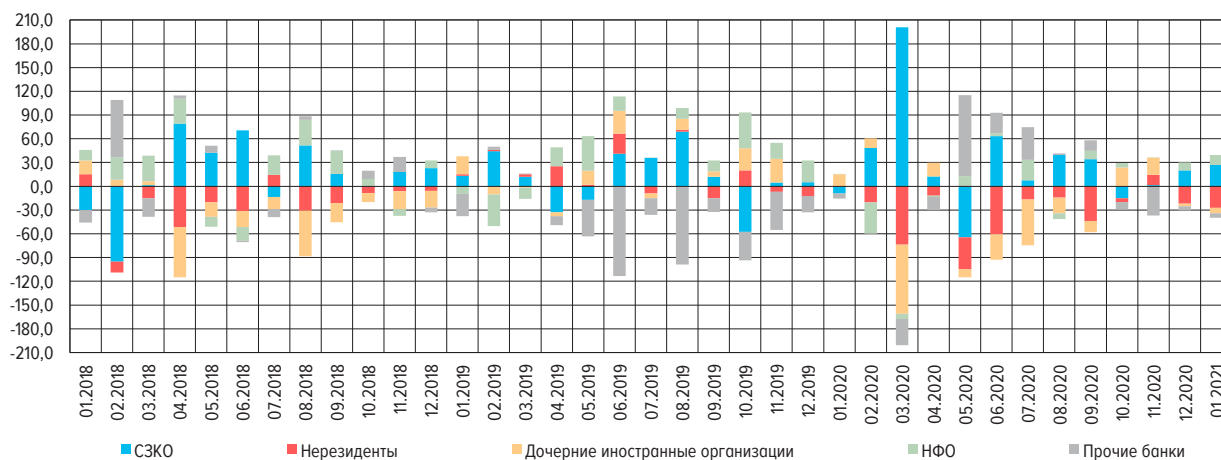
Объем нетто-привлечения средств на рублевом рынке запланирован Минфином России на 2021 г. в объеме 2,68 трлн руб. (валовой объем размещения составит 3,65 трлн руб.).

В январе 2021 г. доля участия нерезидентов в аукционах ОФЗ увеличилась до 41,2%, рост составил 19,8 п.п. относительно декабря 2020 года. В абсолютном выражении объем покупок нерезидентов остался без изменений (25 млрд руб.). Доля СЗКО в месячном выражении сни-

<sup>1</sup> С учетом незначительного объема размещения в январе 2021 года.

ДИНАМИКА НЕТТО-ПОКУПОК ПО ТИПАМ УЧАСТНИКОВ НА ВТОРИЧНОМ БИРЖЕВОМ РЫНКЕ ОФЗ  
(МЛРД РУБ.)

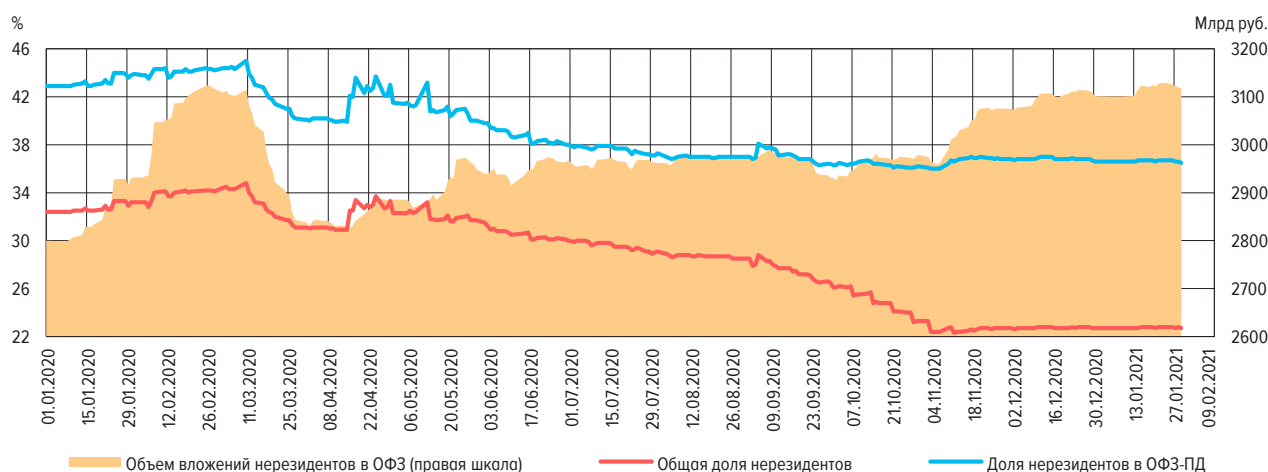
Рис. 8



Источник: ПАО Московская Биржа.

ДИНАМИКА ОБЪЕМА ОФЗ У НЕРЕЗИДЕНТОВ НА СЧЕТАХ ИНОСТРАННЫХ ДЕПОЗИТАРИЕВ В НРД

Рис. 9



Источник: НКО АО НРД.

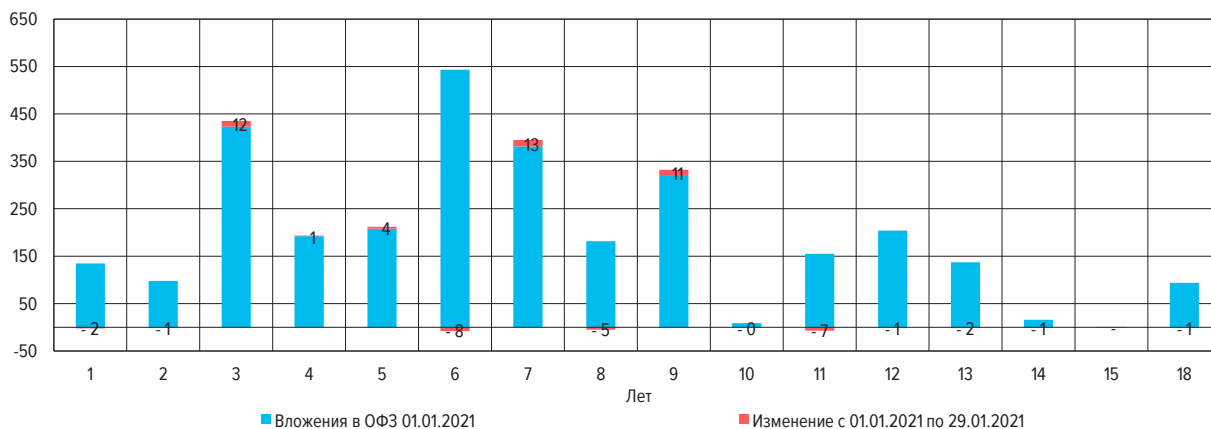
зилась с 42,7% в декабре 2020 г. до 33,1% в январе 2021 г. (в абсолютном выражении покупки на аукционах составили 50,1 и 20,0 млрд руб. соответственно) (рис. 7).

На вторичных биржевых торгах ОФЗ в январе, как и в декабре 2020 г., продажи осуществляли нерезиденты и дочерние иностранные организации (на сумму 34,2 млрд руб.) и прочие банки (5,5 млрд руб.). Покупателями ОФЗ выступали СЗКО и НФО (26,9 и 12,7 млрд руб. соответственно) (рис. 8).

**Доля вложений нерезидентов на счетах иностранных депозитариев в НРД в общем объеме рынка ОФЗ за январь 2021 г. изменилась незначительно (рост составил 6 б.п.) и осталась на уровне 22,7%, при этом объем их вложений увеличился на 16,1 млрд руб. (рис. 9).**

После прекращения размещений ОФЗ-ПК на первичном рынке (интерес к которым проявляли в основном локальные участники) начиная с середины ноября 2020 г. доля вложений нерезидентов в общем объеме рынка ОФЗ остается стабильной. Доля нерезидентов в ОФЗ-ПД на конец января 2021 г. составляла 36,5%, за месяц снизившись на 0,09 п.п., однако объем их вложений в фиксированные инструменты увеличился на 3,8 млрд рублей.

ВЛОЖЕНИЯ НЕРЕЗИДЕНТОВ В ОФЗ ПО СРОКУ ДО ПОГАШЕНИЯ И ИЗМЕНЕНИЕ ВЛОЖЕНИЙ ЗА ОТЧЕТНЫЙ ПЕРИОД (МЛРД РУБ.) *Рис. 10*



Источник: НКО АО НРД.

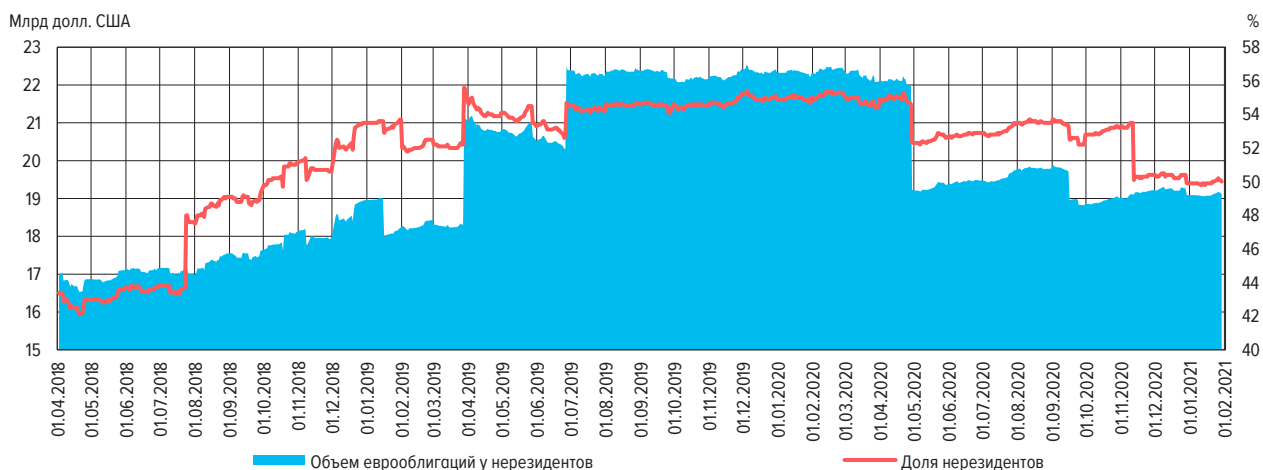
Если рассматривать изменение вложений нерезидентов в январе по отдельным выпускам, то из 37 выпусков ценных бумаг у нерезидентов по 20 произошло снижение, а по 12 – рост вложений. Средний срок до погашения ОФЗ, в которые нерезиденты уменьшили объем вложений, составляет 7,51 года, а средний срок до погашения всего портфеля ОФЗ у нерезидентов за отчетный период не изменился и составил 7,0 года (рис. 10).

### Рынок государственных еврооблигаций

Доля вложений нерезидентов в еврооблигации на счетах иностранных депозитариев в НРД за январь выросла на 0,01 п.п. и составила 50,0%. В номинальном выражении вложения увеличились на 9,4 млн долл. США, до 19,1 млрд долл. США (рис. 11).

ДИНАМИКА ВЛОЖЕНИЙ НЕРЕЗИДЕНТОВ В РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

*Рис. 11*



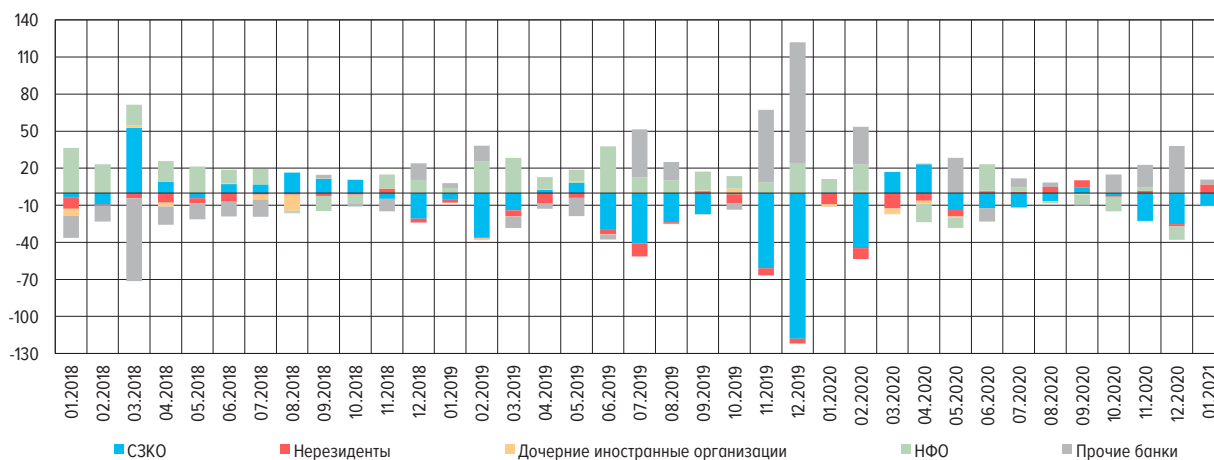
Источник: НКО АО НРД.



### ДИНАМИКА НЕТТО-ПОКУПОК ПО ТИПАМ УЧАСТНИКОВ НА ВТОРИЧНОМ БИРЖЕВОМ РЫНКЕ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Рис. 14

(МЛРД РУБ.)



Источник: ПАО Московская Биржа.

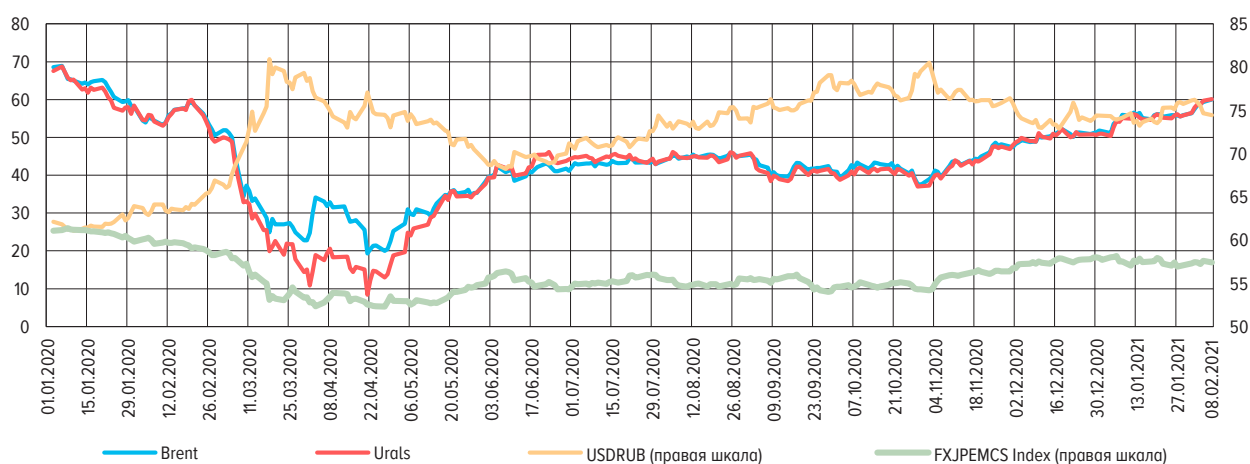
### Рынок корпоративных облигаций

На вторичном биржевом рынке корпоративных облигаций нетто-покупателями в январе 2021 г. выступали нерезиденты и дочерние иностранные организации (6,8 млрд руб.), прочие банки также совершали покупки (4,0 млрд руб.), СЗКО являлись основными продавцами (10,5 млрд руб.) (рис. 14).

Спред доходности корпоративных облигаций к ОФЗ на вторичном рынке продолжил снижаться, сократившись с 37,1 б.п. в декабре до 13,7 б.п. в январе. Основным фактором сужения спреда является рост доходностей ОФЗ, в то время как доходности корпоративных облигаций менее волатильны ввиду меньшей ликвидности рынка.

### ДИНАМИКА НЕФТЯНЫХ ЦЕН, ИНДЕКСА ВАЛЮТ СТРАН С РАЗВИВАЮЩИМИСЯ ЭКОНОМИКАМИ И КУРСА РУБЛЯ

Рис. 15



Источники: Bloomberg, Thomson Reuters.

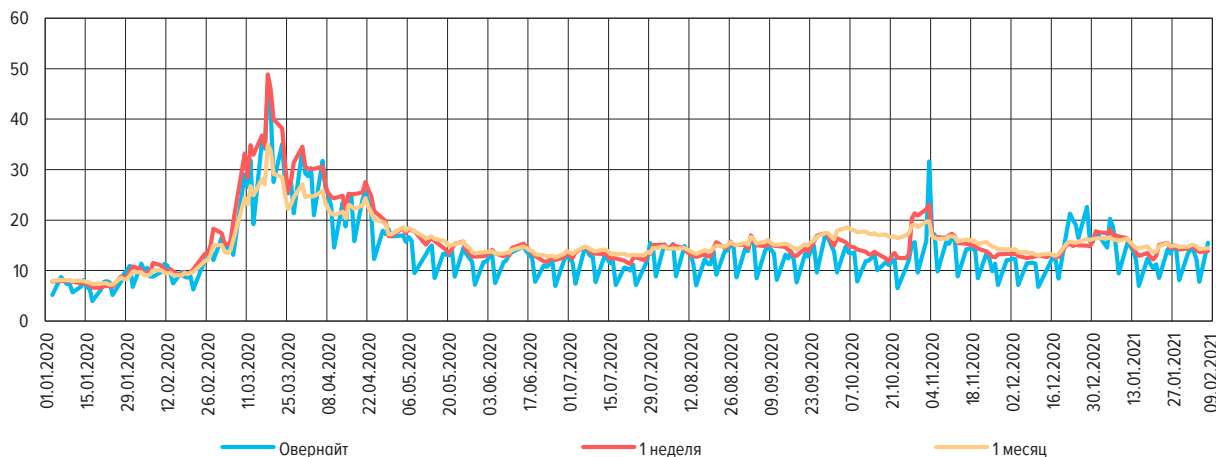
## Валютный рынок

**Несмотря на продолжение роста нефтяных котировок в январе 2021 г. и растущие продажи валютной выручки со стороны экспортеров, рубль ослаб по отношению к доллару США за месяц на 1,8%.** Крупнейшие экспортеры нарастили продажу валютной выручки относительно декабря, однако несколько снизили объемы по сравнению с январем 2020 года<sup>2</sup>. Индекс валют развивающихся стран JP Morgan по итогам месяца остался на уровне 57 пунктов (рис. 15). Вмененная волатильность по опционам «при деньгах» по инструментам со срочностями «овернайт», «1 неделя» и «1 месяц» находилась на низком уровне (рис. 16).

**Ослабление рубля сопровождалось покупками иностранной валюты на бирже некоторыми иностранными участниками.** В январе дочерние иностранные банки и нерезиденты в совокупности приобрели валюту на сумму 124,1 млрд руб. (рис. 17). При этом основные покупки (105 млрд руб.) пришлось на конец месяца. Население также покупало иностран-

ВМЕНЕННАЯ ВОЛАТИЛЬНОСТЬ ОПЦИОНОВ «ПРИ ДЕНЬГАХ» НА РАЗЛИЧНЫЕ СРОКИ (%)

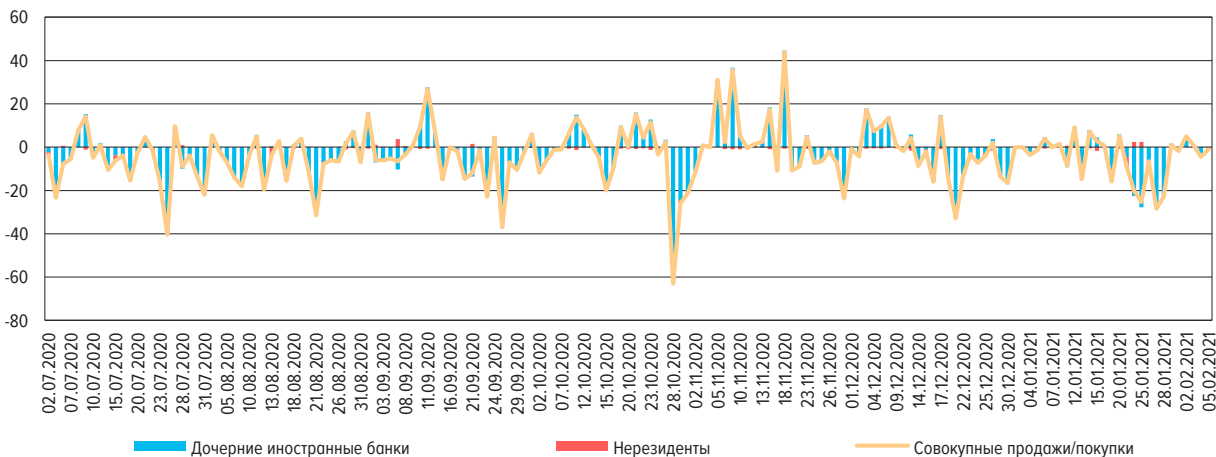
Рис. 16



Источник: Bloomberg.

ПРОДАЖА/ПОКУПКА ВАЛЮТЫ НЕРЕЗИДЕНТАМИ И ДОЧЕРНИМИ ИНОСТРАННЫМИ БАНКАМИ НА БИРЖЕ (МЛРД РУБ.)

Рис. 17

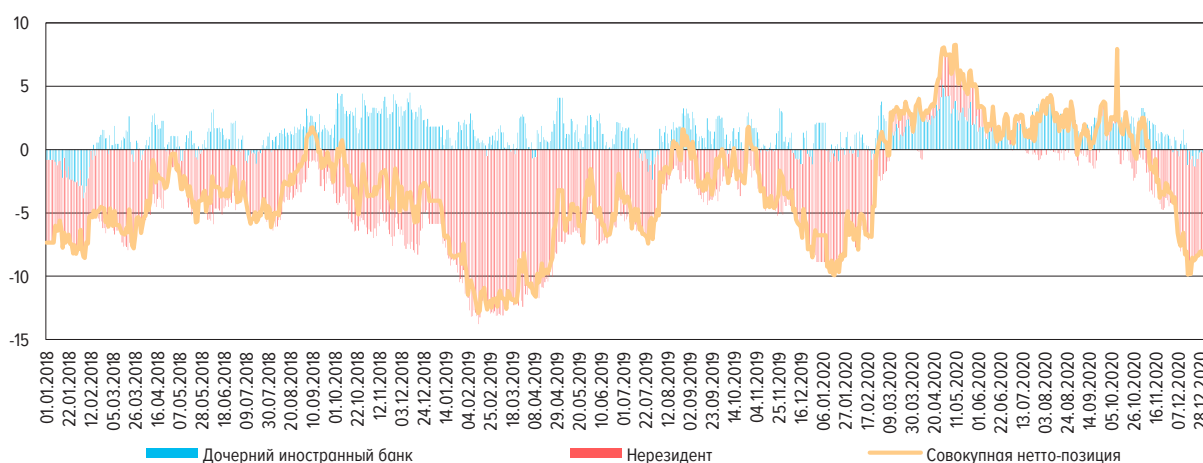


Источник: ПАО Московская Биржа

<sup>2</sup> В январе и декабре 2020 г. топ-30 крупнейших экспортеров продали валюты на внутреннем рынке на 13,8 и 11,9 млрд долл. США соответственно, а в январе 2021 г. – 13,2 млрд долл. США.

## НЕРЕЗИДЕНТЫ И ДОЧЕРНИЕ ИНОСТРАННЫЕ БАНКИ НА ВАЛЮТНЫХ СВОПАХ (МЛРД ДОЛЛ. США)

Рис. 18



Источники: ПАО Московская Биржа, НКО АО НРД.

ную валюту в крупнейших российских банках и на Московской Бирже через брокеров-НФО<sup>3</sup>, но в меньших объемах, чем год назад (52 и 447 млн долл. США соответственно).

На фоне стабилизации ситуации на российском финансовом рынке нерезиденты на валютных свопах продолжают держать крупную короткую позицию по валюте. В отдельные дни в течение месяца позиция достигала 13 млрд долл. США, что является рекордным уровнем за последние несколько лет (рис. 18). В целом нерезиденты больше придерживаются единой стратегии «кэрри-трейд». Участники наращивают размещение/привлечение рублей/валюты, когда рынок стабилен. При возникновении неблагоприятной конъюнктуры или появлении возможных рисков нерезиденты несколько сворачивают свои позиции. В конце января на фоне возможных геополитических рисков нерезиденты сократили короткую позицию с 13 до 9 млрд руб., однако после началось постепенное восстановление позиций.

<sup>3</sup> Источники: опрос крупнейших российских банков, ПАО Московская Биржа.



## 2. АКТУАЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ РИСКОВ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

### 2.1. Вложения физических лиц в иностранные ценные бумаги

- В течение 2020 г. на фоне роста стоимости активов на фондовом рынке и смягчения денежно-кредитной политики наблюдался переток активов физических лиц с валютных депозитов в инструменты финансового рынка. В целом чистый приток средств физических лиц в акции и облигации нерезидентов за 2020 г. составил 638 млрд руб., что более чем в два раза превышает размер снижения объема средств на счетах и вкладах физических лиц в иностранной валюте в российских банках (304 млрд руб.).
- Приток средств физических лиц в акции компаний, зарегистрированных в иностранной юрисдикции, за 2020 г. составил 415 млрд рублей<sup>1</sup>. Из них 70 млрд руб. пришлось на вложения в акции эмитентов, аффилированных с российскими компаниями. Объем чистой покупки акций нерезидентов физическими лицами через Санкт-Петербургскую биржу в 2020 г. по сравнению с 2019 г. вырос более чем в 30 раз.
- Приток средств физических лиц в облигации нерезидентов за 2020 г. составил 223 млрд руб., из них 95 млрд руб. (43%) приходится на облигации нерезидентов, аффилированных с российскими компаниями.
- Несмотря на рост вложений в иностранные ценные бумаги, вложения в ценные бумаги российских эмитентов по-прежнему занимают основную долю вложений населения (85% на 1 января 2021 г.).

Физические лица в 2020 г. проявляли интерес к акциям, облигациям резидентов и нерезидентов, в том числе к структурным продуктам, а также к паям ПИФов. Особое внимание привлекает рост вложений в ценные бумаги нерезидентов. Покупка иностранных ценных бумаг может частично объясняться перераспределением сбережений населения в иностранной валюте от депозитов в пользу вложений с более высокой ожидаемой доходностью. При этом большую часть притока обеспечили вложения в иностранные акции, что говорит о появлении риск-ориентированной стратегии в поведении населения, помимо традиционного способа консервативных вложений в долговые инструменты.

Объем вложений физических лиц в акции нерезидентов, по данным депозитарного учета, на 1 января 2021 г. составил 570 млрд руб., в акции аффилированных с российскими компаниями нерезидентов – 142 млрд руб. (рис. 19). Приток средств физических лиц в акции нерезидентов за 2020 г. составил 415 млрд руб., из них в акции нерезидентов, аффилированных с российскими компаниями, – 70 млрд руб. (рис. 20). Наибольший приток в иностранные акции происходит в крупнейшие американские компании, которые входят в основные индексы акций: S&P 500, NASDAQ, Dow Jones.

Население приобретало – в основном в рамках брокерского обслуживания – акции иностранных участников как на биржевом, так и на внебиржевом сегментах рынка. В 2020 г. возможность покупки ценных бумаг подобной категории частным инвесторам стало предоставлять и ПАО Московская Биржа. В то же время наибольший прирост вложений населения наблюдался на Санкт-Петербургской площадке. Объем чистой покупки акций нерезидентов физическими лицами на Санкт-Петербургской бирже вырос более чем в 30 раз: с 8 млрд руб. в 2019 г. до 242 млрд руб. в 2020 г. (рис. 21).

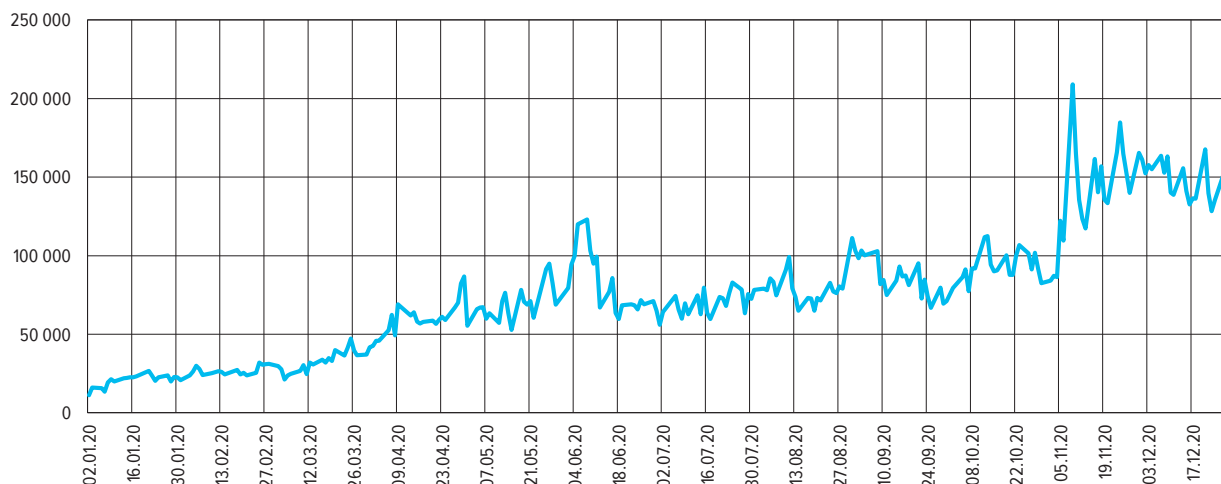
Рост вложений в акции нерезидентов объяснялся в том числе динамикой на мировых и российских фондовых рынках, включая значительный рост индекса Nasdaq (рис. 22). В связи с этим

<sup>1</sup> Депозитарные данные форм отчетности 0409711, 0420415.



КОЛИЧЕСТВО КЛИЕНТОВ – ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ В СДЕЛКАХ С АКЦИЯМИ НЕРЕЗИДЕНТОВ  
НА САНКТ-ПЕТЕРБУРГСКОЙ БИРЖЕ  
(ЕД.)

Рис. 24



стоит отметить, что максимальные объемы покупок на Санкт-Петербургской бирже осуществили клиенты, инвестировавшие в течение года в акции нерезидентов сумму от 2 до 5 млн руб. (рис. 23)<sup>2</sup>: в среднем более высокий уровень образования и наличие финансовых возможностей позволяют физическим лицам использовать более широкий круг инструментов для управления капиталом. Интерес населения к рынку акций-нерезидентов, по данным Санкт-Петербургской биржи, планомерно рос в течение года: количество клиентов, осуществляющих на рынке операции в течение дня, скачкообразно возрастало вслед за периодом повышенной волатильности в феврале-марте и в ноябре после президентских выборов в США (рис. 24). Информационный фон, сопутствующий падению цен на фондовых рынках и событиям вокруг выборов американского президента, повысил интерес к рынку и подтолкнул частных инвесторов более активно использовать площадки для торговли акциями нерезидентов.

Если рассматривать отраслевую структуру вложений в акции (по депозитарной отчетности), физические лица вкладываются в иностранные и российские акции из различных отраслей. В иностранных акциях (рис. 25) наиболее популярные отрасли – это информационные и высокие технологии (28%) и транспорт (10%), а в российских акциях (рис. 26) – нефтегазо-

ОТРАСЛЕВАЯ СТРУКТУРА ВЛОЖЕНИЙ В АКЦИИ  
НЕРЕЗИДЕНТОВ НА 01.01.2021  
(%)

Рис. 25



Источник: формы отчетности 0409711, 0420415.

ОТРАСЛЕВАЯ СТРУКТУРА ВЛОЖЕНИЙ В АКЦИИ  
РЕЗИДЕНТОВ НА 01.01.2021  
(%)

Рис. 26



Источник: формы отчетности 0409711, 0420415.

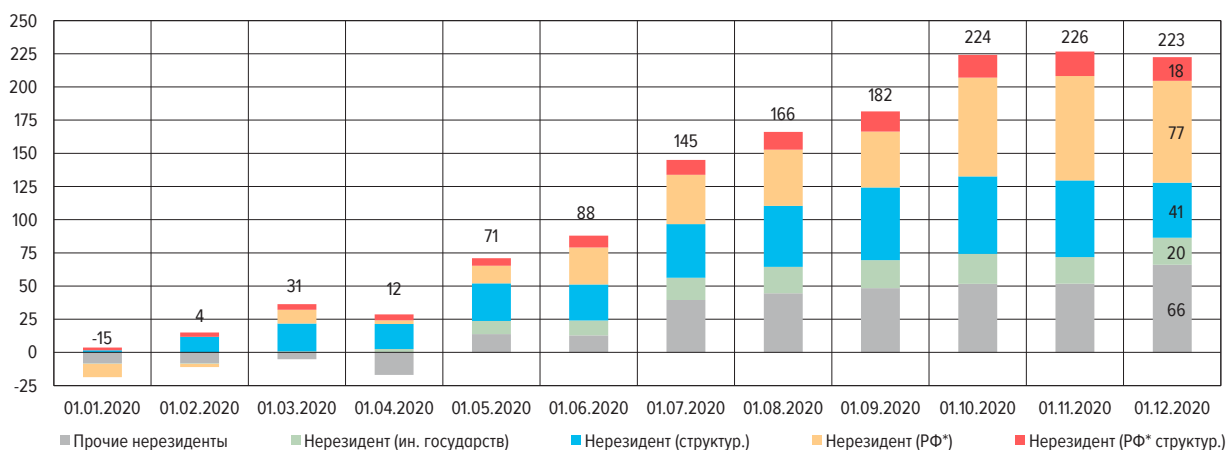
<sup>2</sup> В том числе использовались заемные средства у брокера.

вая отрасль (32%) и горнодобывающая промышленность (10%). Различия в отраслевой структуре вложений физических лиц могут быть связаны с желанием диверсифицировать свои инвестиции как по отраслям, так и по странам. Однако мотив поиска наиболее доходных инструментов может доминировать – например, некоторые иностранные акции в 2020 г. в отрасли информационных и высоких технологий показывали высокую доходность относительно остальных акций. В то же время иностранные фондовые рынки демонстрируют признаки перегрева, что увеличивает риски от вложения в данные инструменты (см. раздел 1 «Уязвимости и риски на внешних рынках»).

На 1 января 2021 г. объем вложений физических лиц в иностранные облигации нерезидентов составил 629 млрд руб. (62 млрд руб. – облигации иностранных государств, 206 млрд руб. – структурные облигации нерезидентов, 361 млрд руб. – прочие облигации нерезидентов, не структурные), а в облигации аффилированных с Россией компаний – 496 млрд руб. (в том числе 48 млрд руб. – структурные облигации) (рис. 28).

Приток средств физических лиц в облигации нерезидентов за 2020 г. составил 223 млрд руб., из них 95 млрд руб. (43%) приходится на облигации нерезидентов, аффилированных с российскими компаниями (обычные и структурные). В ноябре-декабре 2020 г. физические лица

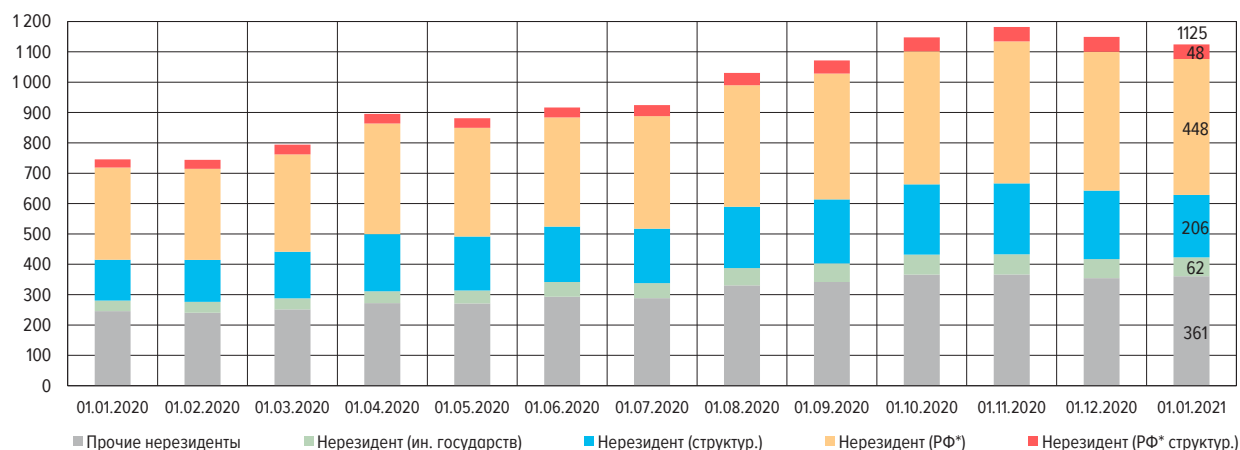
НАКОПЛЕННЫЙ НЕТТО-ПОТОК СРЕДСТВ ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ В ОБЛИГАЦИИ НЕРЕЗИДЕНТОВ ПО ТИПУ ОБЛИГАЦИИ Рис. 27  
(МЛРД ДОЛЛ. США)



Источник: формы отчетности 0409711, 0420415.

Примечание. Иностранные компании, аффилированные с российскими компаниями, выделены в отдельную категорию с пометкой «РФ\*».

ВЛОЖЕНИЯ ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ В ОБЛИГАЦИИ НЕРЕЗИДЕНТОВ ПО ТИПУ ЭМИТЕНТА Рис. 28  
(МЛРД ДОЛЛ. США)



Источник: формы отчетности 0409711, 0420415.

Примечание. Иностранные компании, аффилированные с российскими компаниями, выделены в отдельную категорию с пометкой «РФ\*».

ВЛОЖЕНИЯ НАСЕЛЕНИЯ В ЦЕННЫЕ БУМАГИ НА 01.01.2021  
(%)

Рис. 29



прекратили покупать иностранные облигации. Физические лица инвестировали в основном в иностранные облигации крупных финансовых групп и облигации некоторых стран, которые приносят высокую долларовую доходность. Среди облигаций нерезидентов, аффилированных с российскими компаниями, основные объемы вложений также относятся к крупным российским финансовым компаниям с иностранными дочерними компаниями. Притоки средств физических лиц в облигации нерезидентов приходятся на обычные (не структурные) облигации (68% от притока в облигации нерезидентов, не аффилированных с российскими эмитентами). Среди структурных инструментов физические лица в основном вкладывались в структурные облигации нерезидентов (доля от общих приростов – 19%).

Помимо прямых каналов вложений физических лиц в ценные бумаги нерезидентов, также существует ряд опосредованных: через рост вложений паевых фондов, принадлежащих физическим лицам, в ценные бумаги нерезидентов, доверительное управление, увеличение вложений негосударственных пенсионных фондов в ценные бумаги нерезидентов. В отчетном периоде указанные каналы не играли ключевой роли.

С точки зрения развития финансовой системы оценка эффектов от роста вложения населения в иностранные акции неоднозначная. Из отрицательных эффектов стоит отметить отток клиентских валютных средств из банковской системы, дополнительный спрос на иностранную валюту, усиление потенциальных сетевых эффектов с иностранными фондовыми рынками, увеличение влияния мировых индексов на благосостояние физических лиц. В частности, на текущий момент наблюдаются существенные риски перегрева иностранных фондовых рынков. Потенциальная коррекция на них окажет влияние на благосостояние физических лиц и их поведение на фондовом рынке, в том числе на российском фондовом рынке: часть физических лиц в случае получения убытков по портфелям иностранных акций может осуществлять также действия и с портфелями российских ценных бумаг. Из положительных – развивается институт частного инвестирования, покупки ценных бумаг в основном проходят через российские биржи, вложения производятся преимущественно в высококачественные ценные бумаги (ведущих мировых корпораций), экономические агенты осуществляют диверсификацию рисков, в том числе отраслевую диверсификацию. С учетом наблюдающихся процессов глобализации и дигитализации на финансовых рынках указанный процесс вписывается в сегодняшние тенденции. В то же время вложения населения в иностранные акции и облигации являются незначительными и составляют 7 и 8% от общих объемов вложений в акции и облигации соответственно (рис. 29).

## 2.2. Ситуация на американском рынке акций

- **В январе 2021 г. на американском рынке наблюдался всплеск активности на торгах отдельных низколиквидных акций, в нерациональном росте которых прослеживались манипулятивные действия со стороны сплотившихся частных инвесторов, которые координировались через интернет-платформу Reddit (торговля осуществлялась в основном через приложение Robinhood<sup>3</sup>).**

В одном из чатов платформы Reddit, в котором пользователи обмениваются различной информацией относительно движения рынка акций, ряд пользователей опубликовали призывы изменить ситуацию с некоторыми акциями с большой долей коротких позиций хедж-фондов в них:

1. AMC (AMC Entertainment Holdings Inc).
2. AMCX (AMC Networks Inc).
3. BB (BlackBerry Ltd).
4. GME (GameStop Ltd).
5. TR (Tootsie Roll Industries Inc).
6. NOK (Nokia Corp).

Первым прецедентом стал рост котировок акций GME (GameStop Ltd). В последние годы компания борется за выживание, ее позиция на рынке с каждым годом ухудшается, что обосновано объективными факторами: сокращение рынков сбыта выпускаемой продукции и, как следствие, снижение объема продаж компании (за последние два года продажи упали на 40%). В связи с этим компания обрела популярность среди крупных игроков, занимающих короткую позицию. «Искусственный», но слабый рост котировок акций GameStop начался с публикации одного из пользователей 29 ноября 2020 г.: он обвинил хедж-фонд Melvin Capital в значительном объеме ставок на короткие позиции акций GameStop, что возмутило пользователей Reddit. В комментариях к публикации пользователи решили начать скупку данных акций и колл-опционов на акции, чем вызвали взрывной рост котировок. Это привело к дальнейшему наращиванию коротких позиций хедж-фондов. Постоянные покупки больших объемов колл-опционов с близкой датой экспирации со стороны пользователей Reddit приводили к тому, что маркет-мейкер, продающий опционы, вынужден был осуществлять дополнительную покупку акций (при достижении цены базового актива уровня страйка опциона) для нивелирования собственных рисков, что приводило к дальнейшему росту цены.

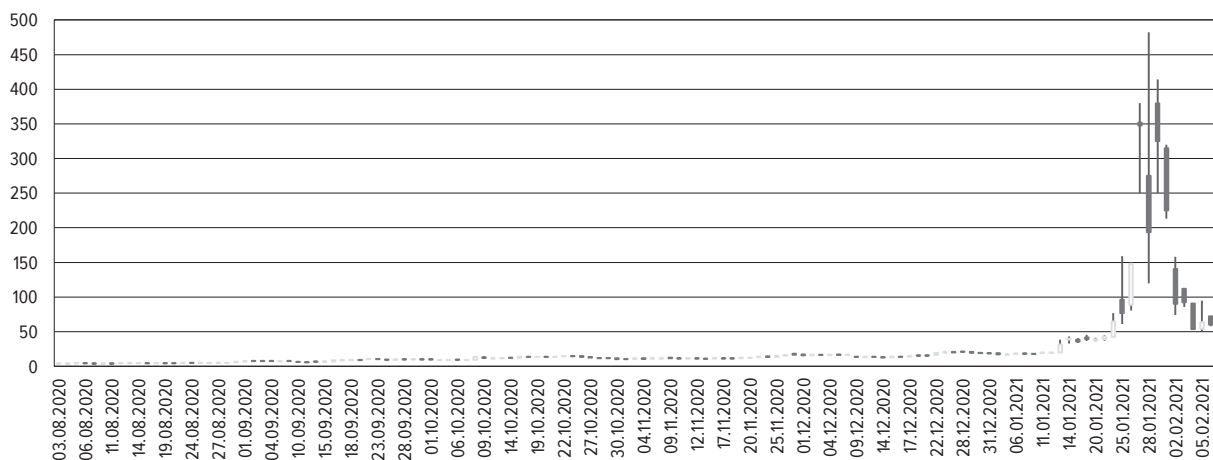
В январе 2021 г. на фоне новостей о присоединении к совету директоров бывшего генерального директора Chewy акции компании резко подорожали, после чего произошел «шорт-сквиз» (хедж-фонды стали откупать свои короткие позиции, что привело к ускорению роста котировок акций). Дальнейшему росту котировок акций способствовали также пользователи Reddit, которые продолжили совершать необоснованные покупки акций (с точки зрения возвратности и долгосрочной доходности инвестиций) по ценам, абсолютно оторванным от реальности (рис. 30).

Похожая ситуация за последние дни января повторилась и в акциях других компаний с большим процентом коротких позиций хедж-фондов в них. Коллективную скупку акций данных компаний можно сравнить с формой протеста против хедж-фондов, которые в результате таких действий потеряли миллиарды долларов. Также была предпринята попытка подъема котировок фьючерса на серебро, оказавшаяся не столь удачной. Цены на драгметалл выросли на 14,9% с 28.01.2021 по 01.02.2021 (на максимуме цена достигала 30 долл. США), скорректировавшись в течение следующих трех дней.

<sup>3</sup> Robinhood – платформа для торговли финансовыми инструментами, которая генерирует свою прибыль за счет рекламы и некоторых фиксированных комиссий, комиссии за заключение сделок (в том числе с деривативами) и обслуживание аккаунта не взимаются. Простота регистрации и отсутствие комиссий за заключение сделок сделали платформу популярной среди розничных инвесторов.

КОТИРОВКИ АКЦИЙ GAMESTOP  
(ДОЛЛ. США)

Рис. 30



Источник: Bloomberg.

Стоит отметить, что взрывной рост котировок вышеперечисленных компаний напрямую не повлиял на движение американских индексов, так как их доля в них незначительна. Однако их рост мог оказать косвенное влияние на падение SP500 27.01.2021, так как некоторым хедж-фондам пришлось осуществить экстренную продажу иных активов из их портфеля, чтобы поддержать достаточный уровень ликвидности. Эти продажи наложились на существующий перегрев рынка, что привело к однодневному падению SP500 на 2,6% (рис. 31).

В течение первой недели февраля наблюдалась коррекция всех котировок акций, временно взлетевших на массовых покупках со стороны розничных инвесторов, котировки большинства из них вернулись к значениям, предшествовавшим взлету. К примеру, котировки акций GameStop снизились с пиковых значений в 482,0 до 50,3 долл. США (на закрытие торгов 09.02.2021), при этом прирост относительно начала января составил 167%.

Описанная выше ситуация отчасти отразилась и на российском рынке (28.01.2021). Акции перевозчика American Airlines, допущенные к торгам на Санкт-Петербургской бирже, на премаркете подскочили более чем на 80%, до 30,49 долл. США по состоянию на 15:55 по московскому времени. Это произошло после публикации корпоративной отчетности компании<sup>4</sup> и обсуждения на интернет-платформе Reddit акций данной авиакомпания в качестве следующей цели коллективных покупок, поскольку оценочно доля акций, по которым открыты короткие позиции, у American Airlines составляет 25,5% (одна из наибольших долей среди авиакомпаний). В 15:47 по московскому времени цена акции достигла верхней ценовой границы биржи, установленной на уровне +40% от цены предыдущего дня.

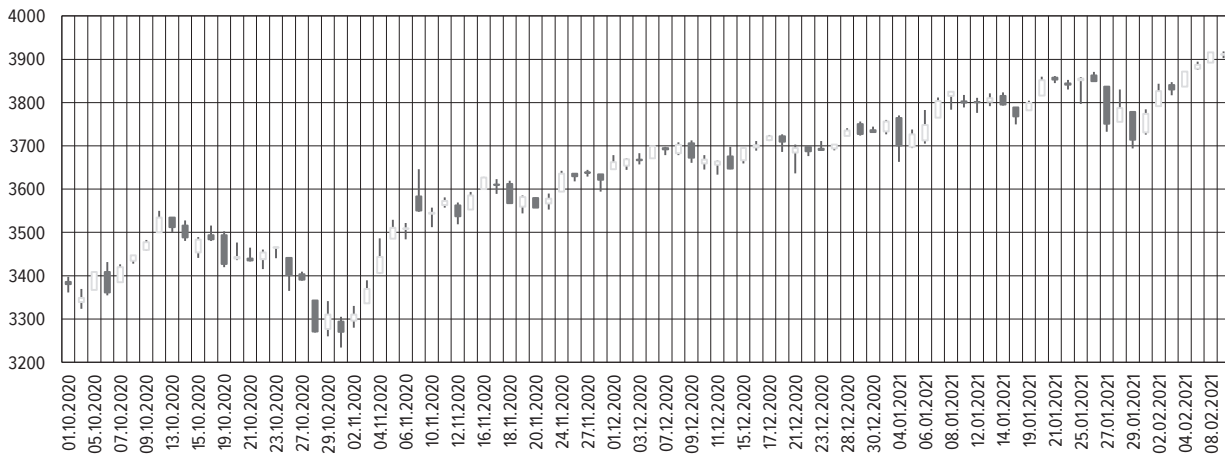
Комиссия по рискам НКЦ приняла решение одобрить введение в действие увеличения верхней ценовой границы с 40 до 60% с возможностью ее динамического сдвига вплоть до 100%.

Генеральный директор Nasdaq предложила приостанавливать торговлю акциями в подобных ситуациях, чтобы позволить крупным инвесторам «перекалибровать свои позиции» для борьбы с пользователями Reddit. Комиссия по ценным бумагам и биржам (SEC) отреагировала на ситуацию и сообщила о том, что организация проводит активный мониторинг волатильности на фондовом рынке и рынке опционов, так как подобная волатильность может привести к серьезным потерям инвесторов и подорвать доверие рынка. SEC выпустила официальное заявление о недопущении необоснованных ограничений для инвесторов в торговле отдельными ценными бумагами и отметила, что будет действовать с целью защиты розничных

<sup>4</sup> В отчете за IV квартал компания отчиталась о высоких убытках (чистый убыток 2,18 млрд долл. США при чистой прибыли за аналогичный период годом ранее 414 млн долл. США), которые, тем не менее, оказались меньше, чем прогнозировали аналитики.

КОТИРОВКИ ИНДЕКСА SP500  
(ПУНКТЫ)

Рис. 31



Источник: Bloomberg.

инвесторов при выявлении фактов, свидетельствующих о злоупотреблениях и манипулировании рынком. Управление по финансовому регулированию и надзору Великобритании (FCA) также предупредило трейдеров об ответственности за нарушение законодательства о регулировании рынка ценных бумаг. Заявление FCA было выпущено с целью недопущения распространения «финансовой лихорадки» на рынке Великобритании.

Сложившаяся ситуация на американском рынке стала следствием относительно мягкого регулирования доступа розничных инвесторов на американский рынок деривативов, а также возможности торговли без комиссий посредством финансовых платформ. Регулирование в США не накладывает ограничений на участие в торгах физических лиц, в том числе неквалифицированных инвесторов, что облегчает возможность их массового вовлечения в различные торговые практики, в том числе нацеленные на манипулирование ценовой динамикой. В ЕС и России, напротив, действуют правила защиты инвесторов, которые частично предотвращают возникновение таких обстоятельств.

Подобные ситуации с вовлечением большого числа розничных инвесторов являются опасной практикой для финансового рынка, подрывающей доверие к нему и превращающей торговлю на рынке в *gambling* (азартную игру). Помимо розничных инвесторов, получивших прибыль от резкого роста акций, часть частных инвесторов совершила покупки на пике роста акций на фоне ажиотажа на рынке и уже зафиксировала значительные убытки. Одной из причин широкой вовлеченности частных инвесторов в подобные авантюры является недостаток финансового образования у большинства из них. Таким образом, вводимый в России закон о категоризации инвесторов приобретает все большую актуальность в текущих рыночных условиях.